

智能硬件 ODM 全球龙头，AI 赋能多品类共生长

核心观点

- **智能硬件平台型 ODM 龙头企业，多品类智能硬件共生发展。**公司深耕智能硬件 ODM 行业十余年，现已成为全球手机 ODM 龙头企业，23H1 占据全球 3 成份额，同时笔记本 ODM 业务正快速突破台湾厂商份额，服务器 ODM 业务也在快速崛起，23Q3 公司非手机业务营收占比已至 7 成。在多品类终端持续贡献增长动能的布局下公司实现业绩高增，2019-2022 营收 CAGR 38%，利润 CAGR 高达 72%。未来“2+N+3”（“智能手机+笔记本电脑”+“消费类电子产品”+“企业级数据中心产品+汽车电子产品+软件”）的业务定位驱动公司长期增长可期。根据公司股权激励考核目标，以 2023 年营收为基础，2024/2025 年营收增长率不低于 10%/21%；以 2023 年净利润为基准，2024/2025 年净利润增长率不低于 10%/21%。
- **成熟终端产品仍存结构性增长机遇，公司核心竞争优势突出。**手机 ODM 业务方面，根据 Counterpoint，智能手机 ODM/IDH 渗透率由 2015 年的 24% 上升至 2022 年的 39%，但相比笔电、平板等渗透率仍处较低水平。未来行业 ODM 渗透率提升&行业集中度提升趋势下，我们认为未来公司出货量及份额将继续提升。笔电 ODM 业务方面，公司是大陆唯一打破中国台湾同行垄断并形成规模效应的笔电 ODM 企业，当前全球份额仅个位数。公司通过手机 ODM 中积累的研发、工艺及供应链优势，有望受益于笔电 ODM 从台湾向大陆转移过程中份额提升之势。同时公司在平板、穿戴等板块布局全面，均享有较高份额。
- **服务器业务步入收获期，深度受益 AI 智能硬件大时代。**公司从 2017 年开始布局数据中心领域，当前通用服务器、异构人工智能服务器、交换机等产品均已获国内头部云厂商批量订单，后续伴随产品线拓展，渠道及云厂商客户陆续导入，有望延续高增长。23 前三季度，公司服务器业务取得营收 63 亿元，其中 Q3 单季营收 42 亿元，同比增长 670%。除此之外，公司在智能汽车、VR、游戏机等各类新兴终端均有客户及产品拓展，作为具有较强研发、制造、供应链管理整合以及软件能力的平台型 ODM 企业，有望在 AI 硬件时代迎来量价齐升机遇。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 3.70/4.26/5.22 元，根据可比公司 24 年 26 倍 PE 估值，对应目标价为 110.76 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 终端需求不及预期风险、服务器业务发展不及预期风险、毛利率不及预期风险、其他收益占比过高风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	83,759	92,646	85,157	104,587	122,121
同比增长(%)	39.9%	10.6%	-8.1%	22.8%	16.8%
营业利润(百万元)	2,044	2,804	2,938	3,400	4,209
同比增长(%)	-17.3%	37.2%	4.8%	15.7%	23.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,893	2,564	2,684	3,091	3,788
同比增长(%)	-13.6%	35.4%	4.7%	15.2%	22.6%
每股收益(元)	2.61	3.53	3.70	4.26	5.22
毛利率(%)	7.7%	9.8%	10.6%	10.1%	10.1%
净利率(%)	2.3%	2.8%	3.2%	3.0%	3.1%
净资产收益率(%)	22.3%	23.4%	16.2%	13.8%	14.7%
市盈率	29.3	21.6	20.7	17.9	14.6
市净率	5.8	4.5	2.7	2.3	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2024年04月01日)	76.4 元
目标价格	110.76 元
52 周最高价/最低价	85.25/50.85 元
总股本/流通 A 股 (万股)	72,580/5,953
A 股市值 (百万元)	55,451
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 04 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.33	4.23	-4.37	
相对表现	0.35	2.6	-9.17	
沪深 300	1.98	1.63	4.8	-11.24



证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523080004
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524030001

联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

目录

1 国际领先的多品类智能硬件 ODM 服务商，打造“2+N+3”产品结构.....	5
1.1 功能手机业务起家，“2+N+3”AI 硬件平台初成型.....	5
1.2 核心管理层架构稳定，技术、产业经验丰富.....	6
1.3 打造“2+N+3”产品结构，多品类智能硬件共生发展.....	7
1.4 传统智能硬件推动业绩增长，新兴业务提供业绩新驱动力.....	8
2 智能硬件 ODM 行业市场空间广阔，公司多品类终端接力带来增长动能	12
2.1 智能手机：公司基本盘稳固，手机 ODM 龙头受益渗透率持续提升.....	12
2.2 笔记本电脑：国内唯一批量供货 ODM 厂商，AIPC 带来量价齐升机遇.....	14
2.3 服务器：产品线拓宽&客户拓展双维成长，营收&盈利能力齐向上.....	17
2.4 汽车电子：具备全栈式产品能力，客户&产品线逐渐丰富.....	19
3 核心竞争优势突出，AI 硬件时代有望大放异彩.....	20
盈利预测与投资建议.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1: 华勤技术发展历程简述	5
图 2: 公司各业务主要客户	5
图 3: 华勤技术股权结构 (截至 2023 年三季报)	6
图 4: 公司管理层情况	6
图 5: 华勤技术“2+N+3”业务结构	8
图 6: 公司营业收入 (亿元) 及同比变动	9
图 7: 公司归母净利润 (亿元) 及同比变动	9
图 8: 公司业务结构变化	9
图 9: 公司分业务营收情况 (单位: 亿元)	10
图 10: 2018-2022 公司分产品线主营业务毛利率变化	11
图 11: 公司期间费用率变化	11
图 12: 公司人均创收 (万元)	11
图 13: 智能硬件研发制造服务行业经营模式特征分析	12
图 14: 全球智能手机出货量及同比增速	13
图 15: 全球智能手机 ODM/IDH 出货量及渗透率	13
图 16: 全球智能手机 ODM/IDH 出货量竞争格局	14
图 17: 智能手机 ODM 厂主要客户及出货量 (单位: 万台)	14
图 18: 全球笔记本电脑出货量及同比增速	14
图 19: 全球笔记本电脑 ODM/EMS 出货量及渗透率	14
图 20: 全球平板电脑出货量及同比增速	15
图 21: 全球平板电脑 ODM/EMS 出货量及渗透率	15
图 22: 全球 AI PC 市场趋势	15
图 23: 中国 AI PC 市场趋势	15
图 24: 2018-2021 年公司笔记本电脑 ODM 出货量及市占率	16
图 25: 2021 年全球笔记本电脑 ODM/EMS 厂商份额	16
图 26: 全球服务器市场规模 (单位: 亿美元)	17
图 27: 2022-2026 全球 AI 服务器出货量 (单位: 千台)	17
图 28: 全球 ODM Direct 服务器市场份额	17
图 29: 2022 中国服务器市场份额	17
图 30: 公司数据中心领域布局情况	18
图 31: 公司服务器业务营收持续高增	19
图 32: 公司汽车电子领域布局情况	20

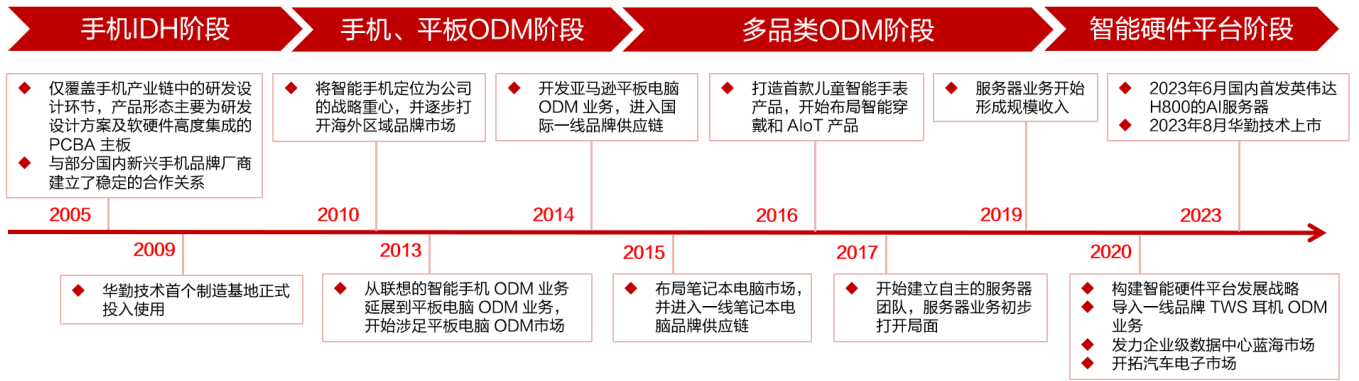
图 33：华勤技术 ODMM 核心能力	21
图 34：公司制造基地布局情况	21
图 35：公司研发中心布局情况	22
图 36：关联方交易情况	22
图 37：可比公司估值	24

1 国际领先的多品类智能硬件 ODM 服务商，打造“2+N+3”产品结构

1.1 功能手机业务起家，“2+N+3” AI 硬件平台初成型

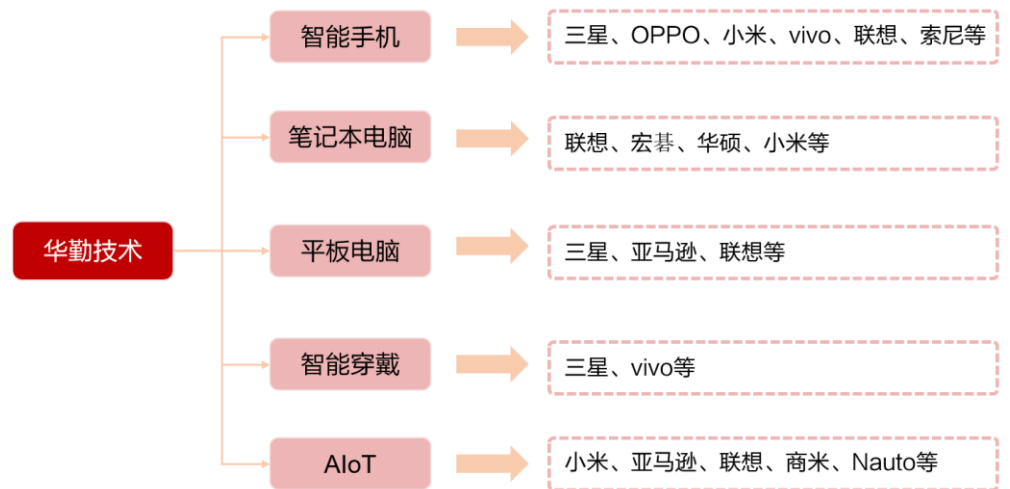
华勤技术深耕智能硬件 ODM 行业十余年，是国际领先的多品类智能硬件 ODM 服务商。公司成立于 2005 年，发展历程可以分为四个阶段：1) 2005-2009 年：手机 IDH 阶段，公司以功能手机 IDH 服务起家，与部分国内新兴手机品牌厂商建立了稳定的合作关系；2) 2010-2014 年：手机、平板 ODM 阶段，公司从 IDH 模式逐步过渡到 ODM 模式，将智能手机定位为公司的战略重心，累计发货超一亿台，登顶并维持全球智能手机 ODM 榜首，平板全球发货；3) 2015-2019 年：多品类 ODM 阶段，公司进入快速发展期，产品线逐渐丰富，拓展笔记本、穿戴、AIOT 等市场，与笔记本电脑头部厂商如联想、宏碁、华硕和小米等展开合作，服务器产品线也逐渐形成批量收入；4) 2020 至今：智能硬件平台阶段，公司构建了智能硬件平台发展战略，发展为国际领先的多品类智能硬件 ODM 厂商，成立了汽车电子事业部和软件与评测中心，并于 2023 年 8 月上市。

图 1：华勤技术发展历程简述



数据来源：公司官网、公司招股说明书、东方证券研究所

图 2：公司各业务主要客户



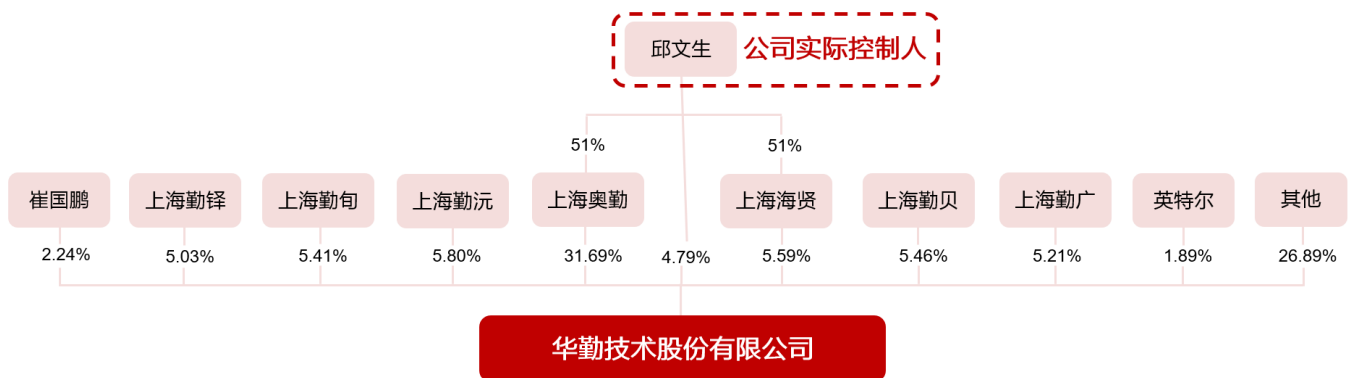
数据来源：公司公告、公司招股说明书、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2 核心管理层架构稳定，技术、产业经验丰富

公司股权较为集中，高度重视员工激励。公司董事长兼总经理邱文生先生为实际控制人，截至2023年三季度，邱文生先生直接持有公司4.8%的股份，并通过上海奥勤、上海海贤间接控制公司19.1%的股份，合计控制公司23.9%的股份。公司整体股权结构稳定，助力长期发展。公司于23年12月发布限制性股权激励计划，以40.32元/股的授予价格向中高层管理人员及核心骨干人员136名激励对象授予159万股限制性股票，约占当前总股本的0.2%。激励计划业绩考核目标方面，以2023年营收为基础，2024/2025年营收增长率不低于10%/21%；以2023年净利润为基准，2024/2025年净利润增长率不低于10%/21%。

图 3：华勤技术股权结构（截至 2023 年三季度）



数据来源：公司季报、东方证券研究所

管理层团队从业经验丰富，技术背景深厚，推动公司持续发展。公司核心管理团队成员随公司一同成长，均深耕智能硬件行业近二十年，对行业发展趋势与研发、设计、制造等全生命周期环节有着较为深刻的理解。此外，公司核心管理团队具备市场营销、产品研发、企业管理、财务管理、质量控制、生产工艺等覆盖消费电子全产业链的能力。

图 4：公司管理层情况

姓名	任职	经历
邱文生	董事长、总经理	清华大学机械工程专业学士、浙江大学化工过程机械专业硕士，曾任中兴通讯软件工程师、手机软件部部长、手机系统部部长、全球移动通讯系统手机产品线总经理；2005年8月至2020年11月历任华勤技术有限总经理、董事长；2020年11月至今任公司董事长、总经理
崔国鹏	副董事长、策略投资部负责人	西北工业大学航空宇航推进理论与工程专业学士、硕士、中欧国际工商学院工商管理专业 EMBA，曾任中兴通讯股份有限公司研发工程师、研发经理、市场经理、市场部部长、产品经营团队市场总监；2005年加入华勤技术；2020年11月至今任公司副董事长，现任公司策略投资部负责人
吴振海	董事、副总经理、流程与IT体系 SVP	西安电子科技大学计算机专业学士、西安交通大学计算机软件与理论专业硕士，曾任西安仪表厂（集团）助理工程师，中兴通讯股份有限公司工程师、软件部部长、系统部部长；2006年加入华勤技术；2020年11月至今任公司董事、副总经理，现任公司流程与IT体系 SVP
陈晓蓉	董事、人力资源与企划体系 SVP	上海大学电磁场与微波技术专业学士、中欧国际工商学院工商管理专业 EMBA，曾任上海大学任无线电电子学系通讯项目研究工程师、中兴通讯股份有限公司全球移动通讯系统产品经营团队物流总监；2005年加入华勤技术；2020年11月至今任公司董事，现任公司人力资源与企划体系 SVP
邓治国	工程师、总监、事业部总经理	青岛大学应用电子技术专业学士、上海大学通信与信息专业硕士，曾任希姆通信技术（上海）有限公司工程师；2005年加入华勤技术，历任工程师、总监、事业部总经理等

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

奚平华	董事、财务负责人、财经体系 SVP	东北林业大学财务会计专业学士、中欧国际工商学院工商管理专业 EMBA，曾任中国联通黑龙江省分公司会计、运营财务主管，中兴通讯股份有限公司手机事业部总经理助理、手机财务部副部长等；2010年加入华勤技术；2020年11月至今任公司董事、财务负责人，现任公司财经体系 SVP
邹宗信	董事、副总经理、XBG 体系 SVP	电子科技大学通信工程专业学士、中欧国际工商学院工商管理专业 EMBA，曾任中国电信成都市电信局助理工程师、工程师，中兴通讯市场经理、市场总监等；2006年加入华勤技术；2020年11月至今任公司董事、副总经理，现任公司 XBG 体系 SVP
张文国	副总经理、CBG 中心 SVP	上海理工大学机械工程及自动化专业学士、硕士，曾任上海泓越通讯技术有限公司软件工程师、上海龙旗科技股份有限公司软件工程师；2005年加入华勤技术；2020年11月至今任公司副总经理，现任公司 CBG 中心 SVP
王仕超	副总经理、运营中心 SVP	南京理工大学计算机软件专业学士、南京理工大学计算机应用技术专业硕士，曾任中兴通讯软件科科长、上海昱为通讯技术公司研发副总经理、上海齐汇通讯技术公司软件总监；2010年加入华勤技术；2020年11月至今任公司副总经理，现任公司运营中心 SVP
廉明	副总经理、营销体系 SVP	北京化工大学电子信息工程学士、北京化工大学计算机应用技术硕士，曾任中国民航信息网络股份有限公司软件工程师；2010年加入华勤技术；2020年11月至今任公司副总经理，现任公司营销体系 SVP
聂志刚	副总经理、第六产品事业部 SVP	石油大学机械制造专业学士、浙江大学精密仪器机械专业硕士，曾任中兴通讯项目经理；2006年加入华勤技术；2020年11月至今任公司副总经理，现任公司第六产品事业部 SVP
廖浩然	副总裁	成都理工大学机械工程及自动化专业学士，曾任夏新电子结构工程师、上海鼎为结构工程师；2009年加入华勤技术，至今任公司副总裁
汪启军	副总裁	上海交通大学材料工程专业学士、上海交通大学计算机软件与理论专业硕士，曾任中兴通讯项目经理、齐汇通讯副总经理；2014年加入华勤技术，至今于公司任副总裁
王志刚	董事会秘书、营销体系 VP	西北大学工商管理学士，曾任深圳市天音通信发展有限公司市场主任；2008年加入华勤技术；2020年11月至今任公司董事会秘书，营销体系 VP

数据来源：公司官网、东方证券研究所

1.3 打造“2+N+3”产品结构，多品类智能硬件共生发展

打造“2+N+3”产品结构，多品类智能硬件共生发展。公司以高效运营、研发设计、先进制造和精密结构件的四轮驱动价值赋予智能硬件平台，横向扩张产品线。公司目前已形成“2+N+3”（“智能手机+笔记本电脑”+“消费类电子产品”+“企业级数据中心产品+汽车电子产品+软件”）的业务定位，以智能手机和笔记本电脑为核心深度赋能各品类智能硬件产品，致力于构建共生发展的多品类智能硬件平台。公司持续挖掘服务器和汽车电子等重要增量市场，并打造业内领先的软件中心。

图 5：华勤技术“2+N+3”业务结构



数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

- 1) 智能手机+笔记本电脑：**公司不断巩固智能手机和笔记本电脑产品的行业领先地位。智能手机方面，根据 Counterpoint，23H1 全球智能手机 ODM/IDH 出货量份额中，公司以 30.5% 的市占率位列第一；笔记本电脑方面，公司是唯一打破中国台湾同行垄断并形成规模效应的公司，根据第三方数据统计，公司 23Q2、23Q3 连续两个季度单季 ODM 销量市场份额位居全球前四。
- 2) 消费类电子产品：**平板电脑方面，根据 Counterpoint，2021 年公司位居全球前五平板电脑品牌主要合作的 ODM 公司出货份额第一。智能穿戴方面，公司已在智能手表、TWS 耳机、智能手环等智能穿戴 ODM 市场崭露头角，并进入三星、vivo 等知名品牌厂商的供应链。AIoT 方面，公司已形成智能 POS 机、汽车电子、智能音箱、人脸识别新零售终端等新兴智能硬件产品的规模化的研发和制造，并对小米、亚马逊、联想、商米和 Nauto 等多家知名终端厂商实现销售。
- 3) 企业级数据中心产品+汽车电子产品+软件：**公司持续挖掘服务器和汽车电子两个重要增量市场，打造业内领先的软件中心。汽车电子方面，公司目前已具备包含硬件、软件、HMI、测试等在内的全栈式自研能力，产品队列涵盖智能座舱、智能车控、智能网联、智能驾驶四大业务模块，与国内汽车自主主机厂、新势力造车头部客户等达成多项合作。服务器方面，公司是国内为数不多能够提供从通用服务器、异构人工智能服务器、交换机数通产品到存储服务器等全栈式产品组合的厂商。23Q3 公司服务器业务实现单季营收 41.5 亿元，同比增长 670%。软件方面，公司从硬件的载体上全面拓展基于硬件的系统级软件服务，为客户提供独立的软件服务。

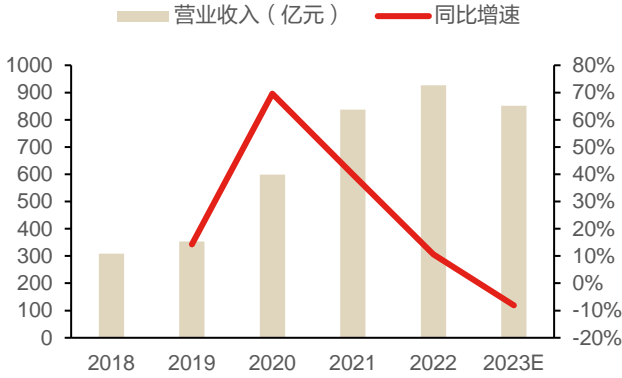
1.4 传统智能硬件推动业绩增长，新兴业务提供业绩新驱动力

伴随专业化分工带来的 ODM 市场扩容以及公司客户、产品种类的快速扩张，公司业绩持续高增，2022 年公司营业收入达 927 亿元，同比上升 11%，2019-2022 CAGR 38%，根据公司公告，23 年预计营收 851 亿元，同比下滑 8%，主要受消费电子下游需求疲软以及上游原材料价格下降的影响；2022 年公司归母净利润为 26 亿元，同比上升 35%，2019-2022 CAGR 72%。23 年公司归

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

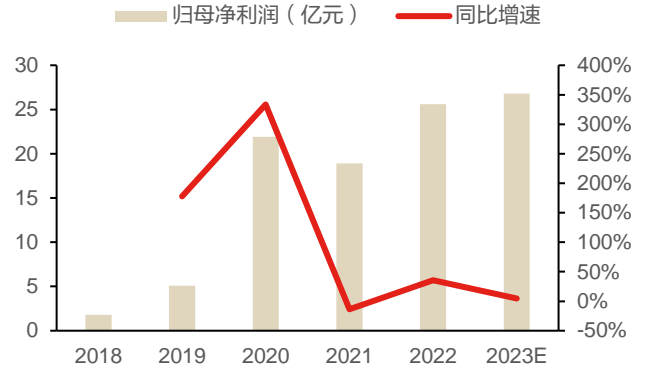
归母净利润预计仍逆势增长，同比增长 5%至 26.8 亿元，主要得益于原材料价格下降以及供应链管控带来的毛利率提振。

图 6：公司营业收入（亿元）及同比变动



数据来源：ifind、东方证券研究所

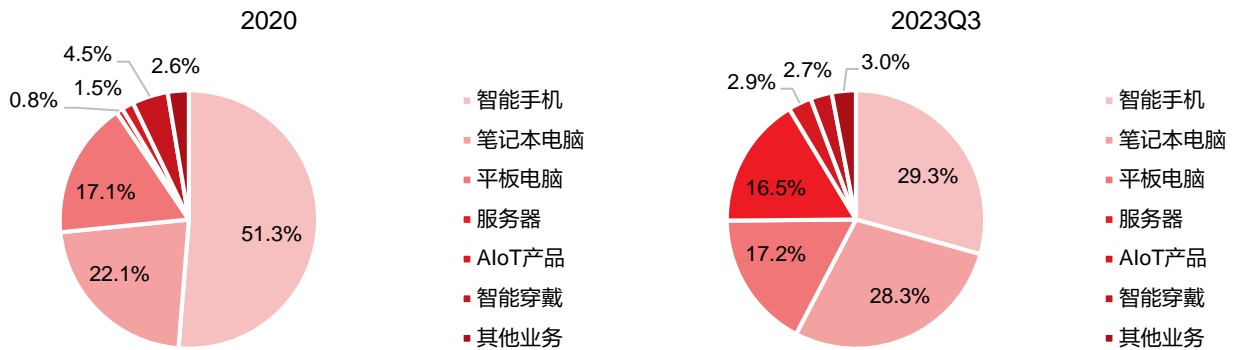
图 7：公司归母净利润（亿元）及同比变动



数据来源：ifind、东方证券研究所

手机业务占比下降，新兴业务占比提升迅速。公司依托平台化优势快速延展产品布局，不断获取增量市场红利。智能手机业务营收占比已从 20 年的 51% 降至 23Q3 不到 30%。三大智能硬件（手机+笔记本+平板）ODM 业务收入占比已由 2020 年的 91% 下降至 23Q3 的 75%。服务器 ODM 业务于 19 年起形成规模化收入，伴随 23 年下半年以来 AI 服务器的批量出货，实现头部互联网客户 TH5 主流交换机中标，成功突破交换机大客户等进展，实现通用服务器、异构人工智能服务器、交换机数通产品到存储服务器等全栈式产品组合能力，公司服务器业务快速放量，23Q3 单季服务器业务取得营收 42 亿元，同比增长达 670%，23Q3 单季服务器营收占比已提升至 17%。

图 8：公司业务结构变化

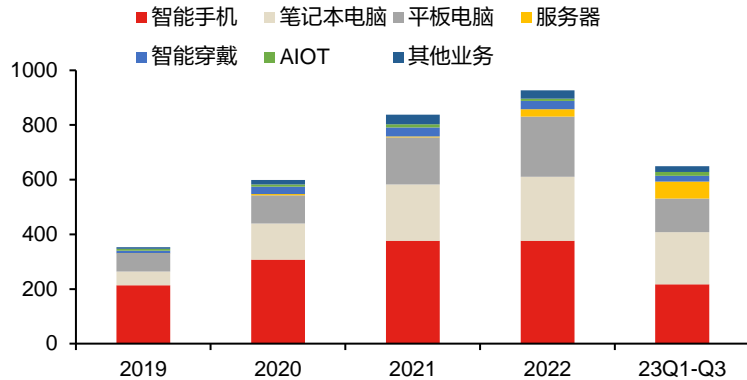


数据来源：公司季报、ifind、东方证券研究所

智能手机业务基本盘稳固，主流品牌全覆盖。伴随 OPPO、三星、小米等品牌商在 2019 年以来大规模采取 ODM 模式，公司智能手机 ODM 业务迎来持续增长，22 年公司智能手机业务取得营收 376 亿元，2019-2022 CAGR 21%。且伴随 5G 手机占比提高以及产品结构优化，19-22 年 ASP 呈上升趋势。23 年受到零部件降价影响，产品 ASP 有所回落进而导致营收短期承压。我们认为未来公司仍将受益于智能手机整体 ODM 渗透率提升以及行业集中度提升带来的份额提升机遇。

笔电业务快速放量，份额持续提升可期。公司从 2015 年开始投入笔记本电脑领域，凭借轻薄化、窄边框等手机 ODM 技术积累及各项能力，成功迁移到笔记本电脑领域，获得了笔记本电脑头部品牌的认可，成功开拓了宏碁、联想、华硕、惠普、三星等客户，已成为目前唯一一家打破台湾同行垄断，并形成年度千万台销量规模的大陆企业。量价齐升下公司笔电业务营收由 19 年的不到 50 亿元增至 22 年的 234 亿元，2019-2022 CAGR 高达 68%。

图 9：公司分业务营收情况（单位：亿元）



数据来源：ifind、东方证券研究所

服务器业务加速放量，客户拓展&产品线拓展双维成长。公司从 2017 年开始战略布局服务器 ODM 市场，现已在服务器 ODM 领域形成了较强的研发能力和生产制造水平，开始逐步放量变现。凭借对客户定制化产品需求的理解和技术实现，获得了国内头部云厂商客户的高度认可，形成了通用服务器、人工智能服务器、数通交换机产品、存储服务器全栈式产品组合。2023 年以来，公司中高端通用服务器、异构服务器、AI 服务器等服务器 ODM 业务大幅增长，带动单价和整体服务器产品收入上涨。23 前三季度，公司服务器业务取得营收 63 亿元，其中 Q3 单季营收 42 亿元，同比增长 670%。

毛利率小幅波动，整体呈现上升趋势。2018-2020 年公司毛利率逐年上升。受到低毛利率的笔记本电脑收入占比持续上升、原材料涨价以及汇率波动的影响，2021 年公司毛利率同比下降 2.2pct 至 7.8%；随着公司产品综合竞争力提升、前期原材料紧缺及涨价因素缓解、美元兑人民币升值，2022 年公司毛利率同比增长 2.1pct 至 9.9%；23Q1-Q3，受益于上游原材料价格回落，整体毛利率进一步提升至 11.4%。分业务来看：

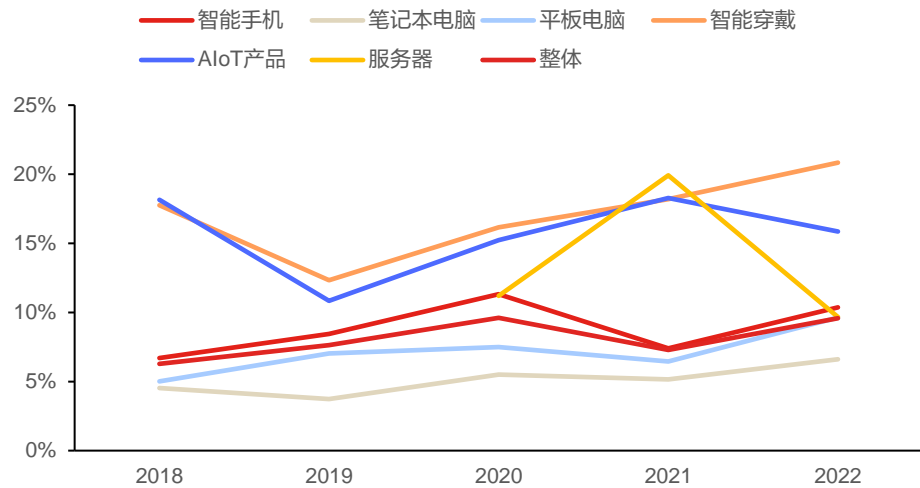
- **智能手机业务：**2021 年智能手机毛利率下降较大，主系原材料持续涨价以及汇率影响。22-23 年受益于上游零部件国产化率加速、原材料涨价向下游传导带来的产品单价提升、人民币兑美元贬值等因素，公司智能手机业务毛利率有所回升，22 年公司智能手机业务毛利率已回升至 10.4%，同比提升 2%。
- **笔记本电脑业务：**2020-2022 年，公司笔记本电脑业务毛利率分别为 5.5%/5.2%/6.6%，整体低于智能手机与平板电脑业务。由于公司新建产线投产、快速产能爬坡和产品良率逐步提升，规模效应逐步显现，2021 年以来笔记本电脑产品毛利率稳中有升。
- **平板电脑业务：**2020-2022 年，公司平板电脑业务毛利率分别为 7.5%/6.5%/9.6%。2021 年，平板电脑毛利率受原材料价格上升以及汇率影响有所下滑。2022 年前述压制毛

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

利率的因素得到缓解，同时得益于公司行业地位和产品综合竞争力的不断增强，公司平板电脑业务毛利率上升较快。

- **服务器：**公司服务器产品处于高速发展期，2022年，服务器产品毛利率有所下降，主系毛利润空间相对稳定而产品单价快速提升，以及毛利率较高的技术开发服务收入占比下降。23下半年AI服务器开始规模化出货，预计服务器业务毛利率短期将受到产品结构影响有所下滑。公司是国内为数不多能够提供从通用服务器、异构人工智能服务器、交换机数通产品到存储服务器等全栈式产品组合的厂商，伴随未来AI及通用产品结构进一步优化、研发规模化成果体现，服务器业务有望逐步盈利。

图 10：2018-2022 公司分产品线主营业务毛利率变化

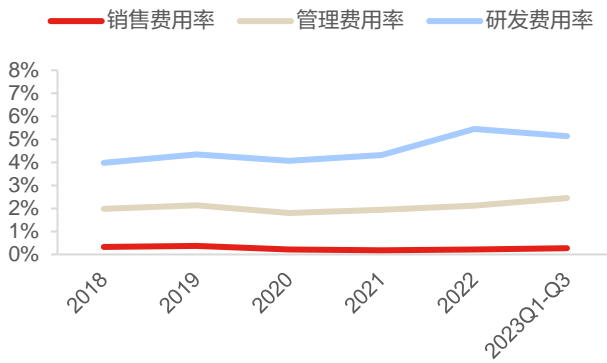


数据来源：公司招股说明书、Wind、东方证券研究所

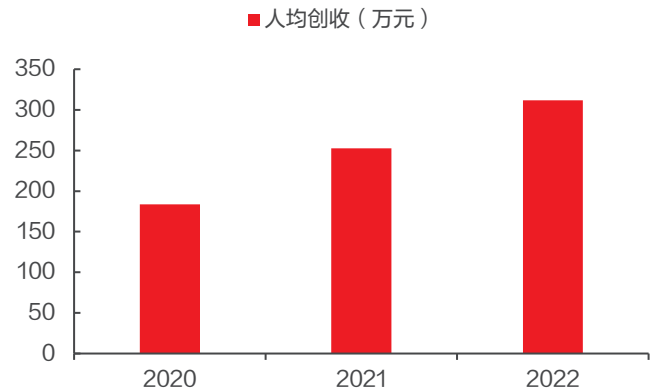
公司期间费用率基本保持稳定，2022年以来研发投入提升。2022年公司期间费用率为7.4%，同比上升1.12pct；23Q1-Q3期间费用率为7.6%，同比上升0.87pct，基本保持稳定。2022年以来公司期间费用率有所上升的原因主要系研发投入提升，近年来研发人员数量已由2020年8,294人增长至2022年12,308人，占总员工人数比重从25%增长至41%，2022年研发费用率同比增长1.1pct至5.5%，23Q1-Q3研发费用率5.1%，仍维持行业较高水平，同时公司的人均创收也在逐年上升，体现出公司突出的运营效率。

图 11：公司期间费用率变化

图 12：公司人均创收（万元）



数据来源：公司季报、公司招股说明书、东方证券研究所



数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

2 智能硬件 ODM 行业市场空间广阔，公司多品类终端接力带来增长动能

2.1 智能手机：公司基本盘稳固，手机 ODM 龙头受益渗透率持续提升

智能硬件研发制造服务行业在经营模式上主要分为 ODM 模式、EMS 模式及 IDH 模式：1) 品牌商自研，研发与设计完成后品牌商自行生产或委托 EMS 厂商进行生产；2) 品牌商将产品交由 ODM 厂商研发与设计 ODM 厂商亦同时负责生产代工与整机交付；3) 由 IDH 厂商负责产品的研发与设计，再由品牌商委托 EMS 厂商进行生产。品牌商自研产品一般为旗舰新品，ODM 厂商在中低端价位产品的制造方案较 EMS 厂商效率更高。ODM 厂商可以通过前期待制件研发选型、研发设计与制造工艺迭代匹配等方式不断提升产品设计与产品制造匹配度。

图 13：智能硬件研发制造服务行业经营模式特征分析

项目	研发设计	采购	物流	生产制造	品牌	渠道销售
ODM	√	√	√	√	×	×
EMS	×	√	√	√	×	×
IDH	√	×	×	×	×	×

数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

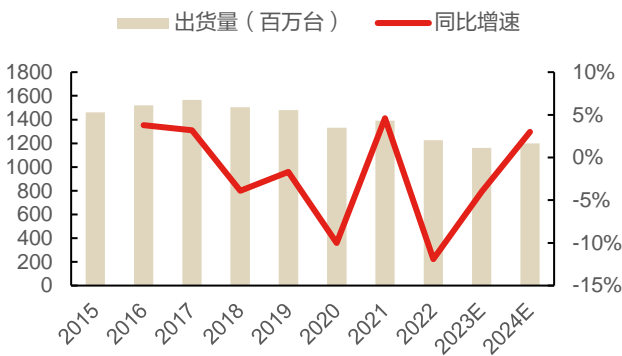
ODM 模式能够为品牌厂商提供从产品研发、物料采购、生产制造到物流管控的“一条龙”服务。这种全方位的服务为品牌厂商带来的优势包括：1) 提高新品开发及产品迭代效率；2) 优化物料采购成本；3) 分担供应链管控压力；4) 提高大规模生产效率，同时灵活响应短期激增的生产需求。此外，ODM 也是帮助品牌将前沿技术从高端市场普及到大众市场、关键零部件技术整机产品级转化、为品牌丰富产品组合、增加产品竞争力的重要合作伙伴。得益于上述优势，伴随“AI+硬件”时代即将到来，智能硬件 ODM 市场潜力巨大，渗透率将持续提升，市场规模持续扩大。

智能手机行业市场空间广阔，出货量增速放缓，渗透率持续提升。Counterpoint 预测 2023 年全球智能手机出货量为 12 亿台，同比下降 5%；同时预测 2024 年全球智能手机出货量将同比增长 3%，恢复增长趋势。全球智能手机出货量增速放缓，但整体市场空间仍较为广阔。ODM/IDH 渗

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

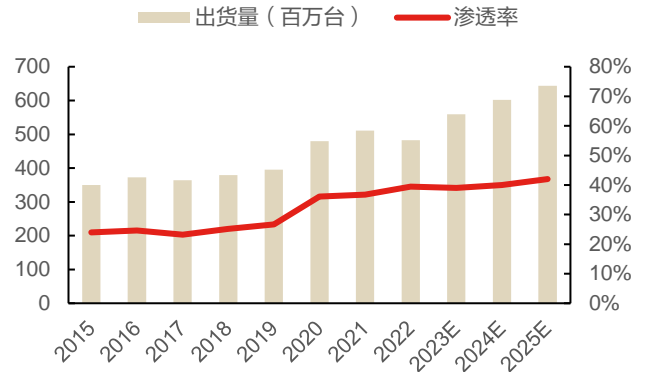
透率方面，根据 Counterpoint，智能手机 ODM/IDH 渗透率由 2015 年的 24% 上升至 2022 年的 39%，预计 ODM/IDH 模式在智能手机领域的渗透率将进一步提高，并于 2025 年达到 42%。相比笔电、平板等产品，手机 ODM 渗透率尚有提升空间，未来 AI 赋能下品牌新机迭代速度有望进一步加速，产品系列丰富度持续提升，品牌厂商或将研发资源进一步集中至旗舰机型，ODM 厂商在中低端机型中的研发能力、供应链整合能力、大批量交付能力将进一步凸显。此外，新兴市场智能手机渗透率提升的增量也将有望带动品牌委外生产需求的提升。

图 14：全球智能手机出货量及同比增速



数据来源：Counterpoint、东方证券研究所

图 15：全球智能手机 ODM/IDH 出货量及渗透率



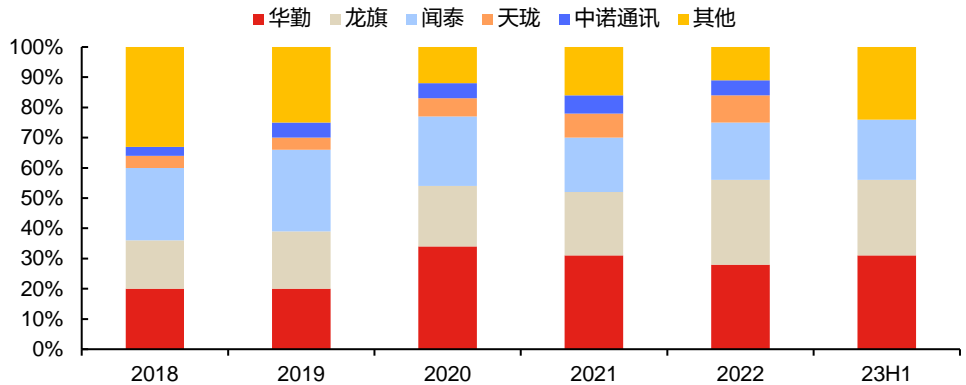
数据来源：Counterpoint、东方证券研究所

ODM 行业具有技术密集、资本密集、规模效应明显的特点，随着智能产品行业进入竞争性价比、成本控制及微创新时代，头部品牌商对 ODM 供应商的研发设计速度与质量、供应链管理能力和大规模生产交付能力以及综合成本管控能力要求越来越高，中小厂商难以跟上行业技术与工艺的技术更新迭代速度，导致智能产品 ODM/IDH 行业市场份额向头部企业集中。

智能手机 ODM/IDH 行业：市场份额高度集中，23H1CR3 高达 76%，大陆厂商为主导。根据 Counterpoint，23H1 全球智能手机 ODM/IDH 出货量前六大厂商分别为华勤技术、龙旗科技、闻泰科技、天珑、MobiWire 和景易科技，其中华勤、龙旗、闻泰三巨头的市占率分别为 30.5%/24.9%/20.2%，共占据 76% 的市场份额。

公司智能手机 ODM/IDH 出货量份额超 30%，位居行业龙头。根据 Counterpoint，公司占智能手机 ODM/IDH 的出货量份额由 2018 年的 20% 快速上升至 23H1 的 31%，跃升全球智能手机 ODM/IDH 龙头企业，主要系公司把握住 OPPO、三星、小米等品牌商大规模采取 ODM 模式的机遇，客户矩阵日益完善，收入结构持续优化，在绝大部分主流品牌中占据主要 ODM 份额。

图 16: 全球智能手机 ODM/IDH 出货量竞争格局



数据来源: Counterpoint、东方证券研究所

图 17: 智能手机 ODM 厂主要客户及出货量 (单位: 万台)

厂商	2020 年出货量	2021 年出货量	2022 年出货量	主要客户
华勤	162	160	135	三星, OPPO/realme/Oneplus, vivo, 荣耀, 小米等
龙旗	98	108	135	三星, OPPO/realme/Oneplus, 荣耀, 小米等
闻泰	110	91	83	三星, OPPO/realme/Oneplus, 荣耀, 小米等
天珑	29	39	44	Moto/Lenovo, HMD, LG, Wiko, 海外运营商等
中诺通讯	23	31	24	华为/荣耀, HMD, Lenovo/Moto 等

数据来源: Counterpoint、东方证券研究所

2.2 笔记本电脑: 国内唯一批量供货 ODM 厂商, AIPC 带来量价齐升机遇

笔记本电脑行业出货量总体保持稳定, 渗透率维持高位。根据 Trendforce, 2023 年全球笔记本电脑出货量有所回落, 同比下降 11%至 1.7 亿台。2024-2025 年, 随着换机周期和 AIPC 等因素的出现, 预计笔记本电脑市场将逐步回暖, Techinsights 预测 2024 年全球笔记本电脑出货将增长 11%,Trendforce 预测 24 年笔电出货量将增长 4%至 1.7 亿部。ODM/EMS 渗透率方面, 根据 Counterpoint, 2021 年全球笔记本电脑 ODM/EMS 渗透率约为 91%; 鉴于笔记本电脑行业技术发展及方案设计较为成熟, 产业分工明确, Counterpoint 预测笔记本电脑 ODM/EMS 渗透率将继续维持高位。

图 18: 全球笔记本电脑出货量及同比增速

图 19: 全球笔记本电脑 ODM/EMS 出货量及渗透率

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/176222114124010111>